

# Corporate governance and sustainability in global property markets

Citation for published version (APA):

Kok, N. (2008). *Corporate governance and sustainability in global property markets*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Maastricht University. <https://doi.org/10.26481/dis.20081128nk>

## Document status and date:

Published: 01/01/2008

## DOI:

[10.26481/dis.20081128nk](https://doi.org/10.26481/dis.20081128nk)

## Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

## Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

## General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

[www.umlib.nl/taverne-license](http://www.umlib.nl/taverne-license)

## Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

[repository@maastrichtuniversity.nl](mailto:repository@maastrichtuniversity.nl)

providing details and we will investigate your claim.

## Samenvatting

In de institutionele portefeuille heeft vastgoed zich de afgelopen decennia ontwikkeld van een alternatieve investering naar de derde investeringscategorie, naast aandelen en obligaties. Institutionele investeerders verruilen directe blootstelling aan vastgoed echter steeds meer voor indirecte vastgoedinvesteringen, middels investeringen in vastgoedfondsen. Deze verandering werd initieel ingegeven uit hoofde van kostenefficiëntie. Bijkomende voordelen zijn een grotere liquiditeit en het vergemakkelijken van internationale diversificatie. Recente vastgoedfraudezaken in Nederland hebben dit proces enkel versneld.

Een belangrijk gevolg van de institutionalisering van de vastgoedsector is de noodzaak tot gestructureerd toezicht op de controlerende entiteit. Andere sectoren hebben dit proces reeds lang ervaren. Toezicht op de indirecte vastgoedsector wordt gecompliceerd door de specifieke karakteristieken van de onderliggende investering en de fiscaal-juridische structuur van vastgoedfondsen. In de globale vastgoedmarkt opereren deze vaak als Real Estate Investment Trust (REIT), in Nederland beter bekend als de fiscale beleggingsinstelling (fbi). De fiscale transparantie van een REIT plaatst het op gelijke voet met een directe investering in vastgoed, aangezien de entiteit gevrijwaard is van vennootschapsbelasting. Om in aanmerking te komen voor een dergelijke fiscale behandeling moet de REIT wel voldoen aan een veelvoud van eisen. De meest belangrijke eis is een verplichte 90% tot 100% uitkering van de netto winst.

Hoofdstukken twee, drie en vier van dit proefschrift gaan nader in op de structuur en werking van toezichtmechanismen in de globale vastgoedsector.

Hoofdstuk twee is een empirische studie naar de werking van de overnamemarkt bij beursgenoteerde vastgoedfondsen. De overnamemarkt is een disciplinerend mechanisme voor managers en daarmee een belangrijk onderdeel van corporate governance. In de vastgoedsector zijn vijandige overnames vrijwel afwezig. Dit leidt tot de vraag in hoeverre de markt voor toezicht effectief is voor beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hoofdstuk twee toont aan dat vastgoedfondsen die relatief slecht presteren een grotere kans hebben om overgenomen te worden dan goed presterende fondsen, hetgeen impliceert dat de overnamemarkt voor de beursgenoteerde vastgoedsector een reinigende werking heeft. Bovendien zijn de structuur van de vastgoedportefeuille en de aanwezigheid van verscheidene governance mechanismen bepalend voor de kans om bieder of juist doel te zijn in een overname. Verder zijn overnames in bescheiden mate winstgevend voor aandeelhouders van vastgoedfondsen die overgenomen worden en is er geen significant effect voor de beurskoers van bidders. Wij verklaren dit aan de hand van geringe synergiemogelijkheden bij overnames van vastgoedfondsen en de relatief transparante bedrijfsstructuur.

Het derde hoofdstuk gaat in op de beloning van topmanagers in de Britse vastgoedsector. Eerdere studies keken enkel naar Amerikaanse REITs, maar de vraag is in hoeverre deze resultaten gedreven worden door de REIT-structuur of door de vastgoedspecifieke karakteristieken. Wij vinden dat de sterkst verklarende variabele voor de hoogte van beloning, de grootte van een vastgoedfonds is. De relatie tussen financiële prestaties en beloning is op zijn best zwak te noemen en geldt enkel voor beloningscomponenten als aandelen en opties. Verder heeft de stijl van managers – gereflecteerd in strategische keuzes als sector, diversificatie en internationalisering – een duidelijke invloed op compensatieniveaus. De compensatiestructuur van vastgoedfondsen zonder REIT structuur vertoont veel overeenkomsten met de beloning van topmanagers

in REITs. Echter, drijfveren en componenten van beloningspakketten in de vastgoedsector zijn substantieel verschillend van die in andere sectoren.

Het vierde hoofdstuk van dit proefschrift is een studie naar de structuur van toezichtmechanismen bij Amerikaanse REITs en de relatie met waardering en financiële prestaties. De institutionele omgeving waarin REITs opereren leidt tot twee contrasterende hypothesen: 1) toezicht is minder belangrijk gezien de beperkte operationele vrijheid van topmanagers en 2) bedrijfsspecifiek toezicht is nog steeds noodzakelijk en de sterkte hiervan zal – net als in andere sectoren – gerelateerd zijn aan waardering op de beurs. In lijn met de eerste hypothese vinden wij geen relatie tussen de sterkte van bedrijfsspecifiek toezicht en financiële prestaties, terwijl een dergelijke relatie wel aanwezig is voor de sample van reguliere bedrijven. Wij verklaren dit als een REIT effect: het beperkende institutionele kader is in ieder geval gedeeltelijk een substituut voor alternatieve toezichtmechanismen.

Met de institutionalisering van de vastgoedsector, voornamelijk middels indirecte vastgoedinvesteringen, wordt het belang van toezicht – of corporate governance – groter. Echter, waar dit toezicht zich traditioneel gezien voornamelijk richtte op het beperken van het belangenconflict tussen aandeelhouder en topmanager, hebben institutionele investeerders ook in toenemende mate aandacht voor de verdere maatschappelijke verantwoordelijkheid van bedrijven. Deze maatschappelijke verantwoordelijkheid bevat een duurzaamheidscomponent, alsmede een sociaal element. Voor de gevestigde investeringscategorieën als aandelen en obligaties is het middels velerlei (commerciële) ratings mogelijk om bedrijven te beoordelen op hun duurzame status. Echter, institutionele investeerders hebben moeite hun vastgoedinvesteringen door te lichten op duurzaamheid. Dit wordt mede veroorzaakt door de premature status van het thema duurzaamheid in de vastgoedsector. Al is dit thema in de vastgoedsector niet langer onbesproken. Met 30 procent van de globale CO<sub>2</sub> uitstoot veroorzaakt door de gebouwde omgeving, strenger wordende regelgeving ten aanzien van bouweisen en de introductie van duurzaamheidslabels voor commercieel vastgoed, groeit het besef bij ontwikkelaars en beleggers dat duurzaamheid niet alleen een bedreiging is, maar ook een kans biedt. Echter, er heerst nog altijd scepsis en onzekerheid ten aanzien van de economische rationaliteit van duurzaam vastgoed. De marginale bouwkosten zijn ondoorzichtig en empirisch bewijs betreffende rendement bestaat voornamelijk uit “case studies”. Dit bewijs is nodig om kritische massa te genereren in duurzame vastgoedontwikkeling.

Hoofdstuk vijf dicht een deel van de empirische kloof. De Amerikaanse vastgoedmarkt kent een brede implementatie van een label voor energie efficiëntie – Energy Star – en een specifiek label voor duurzaamheid – LEED. Verder is de Amerikaanse markt relatief transparant voor wat betreft financiële gegevens en kwaliteitskarakteristieken van commercieel vastgoed. Dit levert een unieke steekproef op van kantoorpanden met een ‘groen’ label. De vergelijking met een robuuste controle sample toont opvallende resultaten: panden met een duurzaamheidslabel hebben een 2 procent hogere huur, een hogere bezettingsgraad en daardoor een 6 procent hogere effectieve huur en een 16 procent hogere transactieprijs. De bevindingen lijken voornamelijk gedreven te zijn door de energiezuinige panden. Deze resultaten kunnen ontwikkelaars en beleggers ondersteunen in het creëren van een objectieve business case voor het implementeren van duurzaamheid in kantoorpanden.

In het laatste empirische hoofdstuk gaan wij nader in op de rol van eindgebruikers van duurzame kantoorpanden. Er zijn vier theoretische motivaties om te huren in een duurzaam pand: 1) lagere gebruikerskosten en hogere arbeidsproductiviteit, 2) een reputatie effect wat via de arbeidsmarkt en afzetmarkt een feedback effect kan



hebben, 3) bescherming tegen toekomstige wet- en regelgeving en 4) een intrinsieke motivering waarbij de keuze een niet-financiële waarde heeft. Informatie betreffende de vijf grootste huurders in duurzame kantoorpanden en een controle sample stelt ons, in beperkte mate, in staat om deze hypothesen empirisch te testen. Wij vinden dat voornamelijk de leiders in de verschillende industrieën duurzame kantoorruimte huren, vooral in de olie industrie en de service sector. Echter, alleen voor overheid en non-profit instanties vinden wij een systematisch hogere kans op het huren van duurzame kantoorruimte. Dit geeft aan dat de ontwikkelingen omtrent duurzaam vastgoed nog in de kinderschoenen staan, mede ingegeven door het nog beperkte aanbod van duurzame panden en het tot op heden ontbreken van bewijs betreffende het financiële rendement van duurzaamheid in de vastgoedsector.

Concluderend, dit proefschrift draagt bij aan het verder inzichtelijk maken van vastgoed als volwaardige investeringscategorie, enerzijds door empirische studies naar de effectiviteit van toezichtmechanismen, anderzijds door het leveren van het eerste academische bewijs naar het financiële rendement van duurzaamheid in commercieel vastgoed. De implicaties hiervan zijn relevant voor internationale vastgoedbeleggers alsmede voor aan vastgoed gerelateerde beleidsmakers.